

## AVRUPA HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA İNANÇ TEMELLİ ENDEKSLERİN PERFORMANSLARININ ANALİZİ<sup>1</sup>

**Doç. Dr. Hüseyin AKTAŞ**

Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,  
İşletme Bölümü

**Yrd. Doç. Dr. Koray KAYALIDERE**

Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,  
İşletme Bölümü

**Doç. Dr. Mahmut KARĞIN**

Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi,  
İşletme Bölümü

### ÖZ

*Etik ve sosyal değerler ekonomi ve finans alanının önemli iki unsurudur. İşletme ile ilgili etik içeren bir haberin, işletmenin değerini %0,5 ile %3 düzeyinde olumlu ya da olumsuz etkilediği birçok araştırmada ifade edilmektedir. Finans dünyası etik ve sosyal değerlere veya inanç temeline göre yatırım kararı verenlere inanç temelli ya da etik temelli endeksler sunmakta ve bu endeksler borsa yatırım fonlarının oluşturulmasında esas alınmaktadır. Bu çalışmada Ocak 2005-Mayıs 2012 arasındaki dönemde STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi (SXISBR) ile STOXX Avrupa Hristiyan Değerler Endeksi'nin (SXCHR) aylık ve üç aylık getirileri ve riski, STOXX Avrupa 600 Endeksi (SXXR) referans alınarak karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir. Sonuçlar değerlendirildiğinde, SXCHR endeksine göre, SXISBR endeksinin sistematik riskinin düşük olduğu, pozitif getiriye sahip olduğu ve daha iyi performans gösterdiği anlaşılmaktadır.*

**Anahtar Kelimeler:** İnanç temelli yatırımlar, STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi, STOXX Avrupa Hristiyan Değerler Endeksi, STOXX Avrupa 600 Endeksi

### A PERFORMANCE ANALYSIS OF FAITH-BASED INDICES IN EUROPEAN STOCK EXCHANGES

#### ABSTRACT

*Ethical and social values are two important factors of economical and financial areas. It has been expressed in many studies that information containing*

<sup>1</sup> Çalışma 10-16 Eylül 2012 tarihleri arasında gerçekleştirilen “4. Uluslararası Balkanlarda Sosyal Bilimler Kongresi”, Tetova, Makedonya’da bildiri olarak sunulmuştur.

*ethical issues related with a company affects the value of that company positively or negatively by 0.5% to 3%. Financial world offers faith-based or ethics-based indices to the investors who invest based on ethical and social values or faith and forming exchange traded funds is predicated on these indices. In this study, monthly and quarterly returns and risks of STOXX Europe Islamic Index (SXISBR) and STOXX Europe Christian Index (SXCHR) have been analyzed comparatively taking STOXX Europe 600 Index as the reference for the period June 2005-May 2012. Findings of the study demonstrate that systematic risk of SXISBR Index is lower, it has positive returns and produces better performance compared to SXCHR Index.*

**Keywords:** Faith based investments, STOXX Europe Islamic Index, STOXX Europe Christian Index, STOXX Europe 600 Index

## I. GİRİŞ

Voltaire'in "para söz konusu olunca herkes aynı dindedir"<sup>2</sup> tartışmalı sözüne karşılık, tercihlerde etik ve sosyal değerlerin etkili olduğunu söylemek yanlış olmaz. Hussein (2004: 22) etik temelli yatırımı, *etik ve sosyal değerleri kriter alarak portföy seçimi ve yönetimi* olarak aktarmaktadır.

Etik ve sosyal değerler ekonomi ve finans alanının son yıllarda yaygın olarak tartışılan önemli iki unsurudur. Ekonomik birimlerden olan işletmelerin etik ve sosyal değerleri, sahip oldukları finansal varlıkları, hisse senedi fiyatları ve getirileri, yatırımcıların talebini etkilemektedir. Yapılan ampirik çalışmalarda, işletme ile ilgili sosyal, ekonomik ve çevresel boyutlarda etik sonuçları olan haberlerin firmanın piyasa değerini etkilediği raporlanmaktadır (Havemann ve Webster, 1999: 1).

İnanç temelli fonların giderek artış göstermesi bu alandaki pazarın önemini açıkça ortaya koymaktadır. Dünyadaki Müslüman nüfus ve bu nüfusun sahip olduğu fon tutarı dikkate alındığında bu alanda çok büyük bir yatırımcı kitlesinin bulunduğu söylenebilir. Hassan ve Girard (2011)'in aktardığına göre, dünya nüfusunun yaklaşık beşte birini oluşturan Müslüman nüfusun, 2002 rakamları ile 800 milyar dolar dolayında bir fona sahip olduğu ve bu fonun her yıl %15 arttığı kabul edilmektedir. Ancak, bu tutarın çok az kısmının İslami yatırım araçlarına yöneldiği belirtilmekte, pazarın büyük çoğunluğunun henüz aktif hale gelmediği söylenmektedir (Hassan ve Girard, 2011: 2). İslami fonların her yıl %15 büyüdüğü kabul edilirse, 2012 rakamları ile bu tutarın yaklaşık 3 trilyon dolardan fazla olacağı söylenebilir.

Etik ve sosyal değerler ya da bunlardan spesifik olarak inanç konusunun finansal yatırım konuları ile ilgilerinin irdelenmesi oldukça zor bir konu olarak kabul edilmektedir (Forte ve Miglietta, 2011: 116). Günümüz finans dünyasında finansal araçlara yatırım yapmak isteyen bireysel veya kurumsal yatırımcılar için birçok gelişmiş finansman araçları bulunmaktadır. Bu yatırımcılar bankalara, finansal ve finansal olmayan piyasalara ya da sermaye piyasalarına yönelebilmektedir. Finansal yatırımcıların yatırım kararlarını, sahip oldukları

<sup>2</sup> "When it comes to money, all men are of the same religion" Voltaire. Kurtz ve DiBartolomeo, 2005: 101.

dini ve etik değerlere göre düzenlenmiş endeksleri göz önüne alarak verdikleri görülmektedir. Bu anlayışın son yıllarda yukarı doğru bir ivme kazandığı söylenebilir.

## II. LİTERATÜR

Temelleri çok eski olmasına rağmen, modern anlamda sosyal ve etik değerli finansal yatırımların son yirmi yılda gelişimi çok hızlı olmuştur. Aslında bu yatırımlar, 1960'lı yılların politik ikliminin unsurları olan çevre sorunları, insan hakları ve nükleer enerji konularında yatırımcılarda bilinç oluşması ile gelişmeye başlamıştır. 2000'li yılların başında bu yatırımlardaki tutarlar sadece Amerika'da 153 milyar dolara yaklaşmıştır (Bauer vd., 2005: 1752).

Etik ve sosyal değerler ile işletmelerin finansal performansları arasındaki ilişki, birçok araştırmacı tarafından irdelenmiştir. Etik değerlere göre yapılmış yatırım seçeneklerinin getirileri ile geleneksel yatırım seçeneklerinin getirileri arasındaki fark konusunda görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Bauer vd. (2006: 34)'nin aktardığına göre Markowitz (1952), Elton vd. (1993), Carhart (1997) ve Hamilton vd. (1993) etik değerlere dayalı yatırımlarla ilgili olumlu sonuçlara ulaşamamışlardır. Bununla birlikte, Diltz (1995), Guerard (1997) ve Sauer (1997) gibi araştırmacılar iki seçenek arasında bir farklılık görmemişlerdir. Benzer şekilde, Bauer vd. (2006) 1992-2003 yılları arasındaki verileri kullanarak Avustralya'da yaptıkları benzer çalışmada iki yatırım seçeneği arasında performans açısından bir farklılığa rastlamamışlardır.

Etik değerlere göre hazırlanan endekslerden Domini Social Indeks (DSI) ile geleneksel S&P 500 arasında karşılaştırma yapan araştırmalardan ikisinde, DSI'nın performansının, etik değerlerle oluşturma yönteminden pek etkilenmediği yönündedir (Bauer vd., 2005: 1752-1753).

Ahmed vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada varılan sonuçlar, 1998-2003 yılları arasında *Fortune* dergisinin ilk 100 işletmesi arasında yer alan işletmelerin "sosyal sorumlu" listesinde olmalarının, ilgili yıllarda finansal yatırımcılar tarafından olumlu algılandığı yönündedir. Diğer bir ifade ile böyle bir listede olmak nedeniyle hisse senetlerinin değerinin arttığı görülmüştür.

İnanç temelli yatırım seçeneklerinden elde edilen getiri ile geleneksel seçenekler arasındaki ilişki Hussein (2004) tarafından irdelenmiş ve getiri anlamında belirgin bir farklılık bulunmamıştır.

İşletmelerin performanslarının değerlemesinde inanç temelli yaklaşımların etkisi bankacılık sektöründe de analiz edilmiştir. Hanif vd. (2012: 63-64)'ne göre konu ile ilgili literatürde İslami Bankaların geleneksel bankalara göre performanslarının daha yüksek olduğu görüşü ağırlıklıdır. Ayrıca, bu bankalarda faiz sistemi, kar ve zarara ortak olma ile ikame edilmiştir ve alınan risk düzeyinin düşük olduğu belirtilmektedir. Ghoul ve Karam (2007: 99) faiz getirisinden dolayı tahvil, imtiyazlı hisse senetleri gibi araçlara yatırım yapılmadığını belirtmektedirler.

Geleneksel yatırım araçlarının alternatifi olan İslami seçeneklerin, İslami standartları yeterince karşılayamadığı belirtilmekte, faize dayalı karların

olmadığı fonlar arzulanmaktadır (Usmani, 2002). Dolayısıyla karların mutlaka bir faaliyet, çaba veya girişim sonucu olması İslami inanca uygun bulunmaktadır. Uygunluk, ancak kazancın kaynağının kar paylaşımı gibi esaslara uygun olması ve faiz (riba), kumar (maysir) ve olmayan bir şeyin satışından (gharar) gelmemesi durumunda olabilmektedir (Girard ve Hassan, 2008: 113).

Hıristiyan inanç temelli yatırımlar için oluşturulan endekslerde benzer durumlara rastlanmaktadır. Burada bazı faaliyetlere yer verilmemektedir. Kurtz ve DiBartolomeo (2005: 1001-102)'ya göre, Katolik yatırımcılar 1986'dan beri oluşturulan kılavuz sayesinde yatırım kararlarında daha nettirler. Katolik Piskoposları Birleşik Devletler Konferansı'ndan sonra oluşturulan bildirge (Economic Justice for All) Kilisenin öğretilerini ekonomik yaşama aktarmaktadır. 2003 yılında aynı Konferans "Sosyal Sorumluluk Yatırım Kılavuzu" yayımlayarak, Katolik yatırımcıların yatırımlarında dikkate almalarını istediği en önemli 10 unsuru sıralamaktadır. Araştırmacıların aktardığına göre, bir araştırmada, Katolik kurumsal yatırımcıların %83'ünün yatırım kararlarının bu ilkelerden etkilendiği belirtilmektedir.

İnanç temelli endekslerde hangi faaliyetlerin dışarıda tutulduğuna dair Ghoul ve Karam (2007: 102) karşılaştırmalı tablo sunmaktadır (Tablo 1). Bu tabloya göre İslami inançları dikkate alan fonlar ile Hıristiyan ve Sosyal Sorumluluk Yatırım Fonları arasında en önemli farklılıkların başında faiz, helal olmayan ürünler, müzik faaliyetlerini kapsayan yatırım araçlarının İslami Fonlara dahil edilmemesidir.

**Tablo 1. İnanç Temelli Standartların Karşılaştırılması**

| İşletmelerin Mal veya Hizmeti    | İslami Fonlar | Hıristiyan Fonlar | Sosyal Sorumluluk Yatırım Fonları |
|----------------------------------|---------------|-------------------|-----------------------------------|
| Faiz ve yüksek yüzdeli getiriler | R             | NS                | NS                                |
| Domuz ve helal olmayan et        | X             | NS                | NS                                |
| Alkol                            | X             | X                 | X                                 |
| Kumar                            | X             | X                 | X                                 |
| Tütün                            | X             | X                 | X                                 |
| Aile değerlerine uymayan eğlence | X             | X                 | X                                 |
| Müzik                            | X             | NS                | NS                                |
| Savunma silahları                | X             | X                 | X                                 |
| Kürtaj                           | NS            | X                 | X                                 |
| Nükleer güç                      | NS            | X                 | X                                 |
| Alternatif yaşam biçimleri       | NS            | X                 | P                                 |
| Emek ilişkileri                  | NS            | NS                | P                                 |
| Kurumsal yönetim                 | NS            | NS                | P                                 |

|                   |    |    |   |
|-------------------|----|----|---|
| İnsan hakları     | NS | NS | P |
| İşe alma/çalışma  | NS | NS | P |
| Toplumsal yatırım | NS | NS | P |

**X:** Yatırım yapılmaz (No Investment); **P:** Yatırımı olumlu karşılanan (Positive Investment); **R:** Yatırıma izin verilmeyen (Restricted Investment); **NS:** yatırımın yapılması veya yapılmaması ile ilgili bir standart olmayan (No Screens) (Ghoul ve Karam, 2007: 102).

### III. ÇALIŞMANIN KAPSAMI

Çalışmada kullanılan veriler üç endeksten alınmıştır. Bu endeksler *STOXX Avrupa 600 Endeksi*, *STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi* ve *STOXX Avrupa Hıristiyan Değerler Endeksi*'dir.

**STOXX Avrupa 600 Endeksi** 18 Avrupa ülkesinde; büyük, orta ve küçük ölçekte faaliyette bulunan, seçilmiş işletmelerin hisse senetlerinden oluşturulmuştur.

**STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi (STOXX Europe Islamic Index)** aktif olarak yönetilen fonlar ile borsa yatırım fonlarına referans olmak üzere, STOXX Limited Şirketi tarafından geliştirilmiştir. Müslüman din adamlarından oluşan bir gözetim komitesi, İslami kurallara ve geleneklere göre faaliyette bulunan işletmeleri belirlemekte ve izlemektedir. Euro Bölgesinde bulunan işletmelerin hisse senetlerinin endekse dahil edilmesi için faize dayalı banka ve finansal kurumlar olmamaları, sigara ve türevleri ile İslam'a göre haram yiyeceklerin üretimini yapmamaları gerekir. Ayrıca bu senetlere sahip işletmelerin kumar, reklam, eğlence sektörü ve silah sanayinde belirli tolerans düzeyini aşan faaliyetlerde bulunmaması şartlarını da taşımaları gerekmektedir. Bir diğer ölçüt ise bu işletmelerin faiz ve İslami değerlere aykırı faaliyetlerden elde edilen gelirlerinin, toplam gelirlerinin %5'ini; faiz esaslı borçlar ile faiz geliri sağlayan varlıkların, toplam varlıkların ya da firma piyasa değerinin %33'ünü aşmaması koşulu aranmaktadır.

**STOXX Avrupa Hıristiyan Değerler Endeksi (STOXX Europe Christian Index)** etik, sosyal, çevresel, ekonomik sorumluluklar, ilgili Hıristiyanlık doktrini ve değerlerine önem veren piyasa katılımcılarının ihtiyaçlarını karşılamak üzere geliştirilmiştir. Borsa yatırım fonlarına dayanak olarak geliştirilen bu endekse dahil edilecek Avrupa'da faaliyet gösteren işletmeler, bağımsız bir komite tarafından belirlenmektedir. Dini doktrin ve moral değerler konusunda uzman Hıristiyan kanaat önderleri, akademisyenler ve yatırımcılar arasından seçilen bağımsız komite üyeleri, endekse dahil edilecek işletmelerin seçim kriterlerini belirlemekte ve bunların faaliyetlerini izlemektedirler. Pornografi, doğum kontrolü, kumar, silah üretimi gibi alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin hisse senetleri endekse dahil edilmemekte ve bu alanlarda önceden belirlenmiş tolerans düzeylerini aşanlar, endeks kapsamından çıkarılmaktadırlar.

#### IV. VERİLER VE YÖNTEM

Bu çalışmada STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi (SXISBR) ile STOXX Avrupa Hıristiyan Değerler Endeksi (SXCHR)'nin aylık ve üç aylık getirileri ve riski STOXX Avrupa 600 Endeksi (SXXR) referans alınarak incelenmiştir. Ocak 2005-Mayıs 2012 tarihleri arasındaki dönemi kapsayan, aylık ve üç aylık logaritmik getirilerin tanımlayıcı istatistikleri hesaplanmıştır. Dini doktrin ve değerlere göre oluşturulmuş özellikli portföyler olarak; SXISBR ve SXCHR Endekslerinin sistematik riskleri ve portföye özgü getirileri, Tek Faktör Regresyon Modeli çözümlenmeleri ile elde edilmiştir. Tek Faktörlü Regresyon Modelinde Avrupa hisse senetleri piyasasının genelini temsil eden, STOXX Avrupa 600 Endeksi (SXXR) açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır.

*Tek Faktör Modeli:*

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + e_i$$

Modelde  $R_i$  i portföyünün getirisini,  $\alpha_i$  portföye özgü sabit getiriyi,  $\beta_i$  i portföyünün sistematik riskini,  $R_M$  piyasa portföyünü temsil eden endeksin getirisini,  $e_i$  ise modelin hata terimini ifade etmektedir.

Özellikli ve belirli koşulları sağlayan şirketlerin hisse senetlerinden oluşan İslami ve Hıristiyan değerler endeksinin (portföyünün) performansları, değişim katsayısı ve değerlendirme oranından faydalanılarak, nihai olarak karşılaştırılmıştır.

**Değişim katsayısı (DK)** toplam riskin göstergesi olarak standart sapmanın ortalama getirilere oranlanması ile hesaplanmaktadır. Bir birim getiri elde etmek için katlanılan riski gösteren değişim katsayısının, yatırımcılar açısından düşük olması olumlu bir şekilde yorumlanmaktadır.

$DK = \sigma / R$ ; Formülde  $\sigma$ : endeksin standart sapmasını,  $R$ : ortalama getirisini ifade etmektedir.

**Değerleme oranı (DO)** ise ilgili portföyün getirileri ile değerlendirmeye referans olan portföyün getirileri arasındaki farkların toplamının, bu farkların standart sapmasına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Yatırımcılar açısından değerlendirme oranının yüksek olması, portföy başarısı açısından istenilen bir durumdur.

$$DO_i = \frac{\sum (R_i - R_M)}{\sigma(R_i - R_M)}$$

Formülde  $R_i$ : i endeksinin getirisini,  $R_M$ : referans endeksin getirisini,  $\sigma$ : Standart sapmayı ifade etmektedir.

#### V. ANALİZ SONUÇLARI

SXISBR, SXCHR ve SXXR Endekslerine ait aylık ve üç aylık getirilerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 2 ve Tablo 3'de sunulmaktadır.

**Tablo 2. Ocak-2005-Mayıs 2012 Dönemi Aylık Getirilere Ait Tanımlayıcı İstatistikler**

| Tanımlayıcı İstatistikler | SXISBR        | SXCHR          | SXXR          |
|---------------------------|---------------|----------------|---------------|
| Ortalama                  | 0,0055        | 0,0016         | 0,0020        |
| En Büyük                  | 0,0940        | 0,1377         | 0,1334        |
| En Küçük                  | -0,1236       | -0,2225        | -0,1415       |
| Standart Sapma            | 0,0427        | 0,0512         | 0,0472        |
| Çarpıklık                 | -0,6649       | -1,1718        | -0,6895       |
| Basıklık                  | <b>1,0506</b> | <b>-1,1920</b> | <b>1,3520</b> |
| Jarque-Bera               | 9,7370        | 69,8498        | 12,4864       |
| P değeri                  | 0,0077        | 0,0000         | 0,0012        |
| Gözlem Sayısı             | 89            | 89             | 89            |

Tablo 2 incelendiğinde aylık bazda SXISBR endeksinin ortalama getirisi 0,0055, SXCHR endeksinin ortalama getirisi de 0,0016 düzeyinde gerçekleşirken, referans endeks olarak SXXR endeksinin aylık ortalama getirisi 0,0020 olmuştur. Aylık getirilerin standart sapması SXISBR endeksinde 0,0427 iken, SXCHR endeksinin 0,0512 düzeyinde, SXXR endeksinin ise 0,0472 olduğu anlaşılmaktadır. Getirilerin normalliğini sınanan Jarque-Bera İstatistiğine göre aylık getiriler her üç endeks için de normal dağılım özelliği taşımamaktadır.

**Tablo 3. Ocak 2005-Mayıs 2012 Dönemi Üç Aylık Getirilere Ait Tanımlayıcı İstatistikler**

| Tanımlayıcı İstatistikler | SXISBR         | SXCHR         | SXXR          |
|---------------------------|----------------|---------------|---------------|
| Ortalama                  | 0,0190         | 0,0080        | 0,0088        |
| En Büyük                  | 0,1364         | 0,1757        | 0,1724        |
| En Küçük                  | -0,1750        | -0,2550       | -0,2500       |
| Standart Sapma            | 0,0885         | 0,1020        | 0,0995        |
| Çarpıklık                 | -0,8980        | -0,8930       | -0,8530       |
| Basıklık                  | <b>-0,0410</b> | <b>0,7810</b> | <b>0,6530</b> |
| Jarque-Bera               | 3,9622         | 4,1038        | 3,6558        |
| P değeri                  | 0,1379         | 0,1285        | 0,1606        |
| Gözlem sayısı             | 29             | 29            | 29            |

Tablo 3'te, üç aylık getirilerin ortalaması SXISBR endeksi için 0,0190 iken, SXCHR için 0,0080, SXXR endeksinde ise 0,0088 düzeyinde olduğu görülmektedir. SXISBR endeksinin üç aylık getirilerinin standart sapması 0,0885 olarak gerçekleşirken, SXCHR endeksinde 0,1020, referans endeks SXXR'de 0,0995 olduğu sunulan tanımlayıcı istatistiklerden anlaşılmaktadır. Jarque-Bera normallik testine göre de üç aylık getirilerin tüm endeksler için normal dağılım özelliği gösterdiği anlaşılmaktadır.

Tablo 2 ve 3'deki sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde SXISBR endeksinin, SXCHR ve SXXR endekslerine göre getiri ortalamasının yüksek, standart sapmasının düşük olduğu, SXCHR endeksinin ise referans endeks SXXR'ye göre ortalama getirisinin düşük ve standart sapmasının yüksek olduğu söylenebilir.

Tablo 4'de inanç temelli portföylerin (SXISBR, SXCHR) getirilerinin bağımlı değişken, genel piyasa portföyünü temsilen SXXR endeksinin açıklayıcı değişken olarak tanımlandığı Tek Faktör Modeli'nin regresyon sonuçları sunulmaktadır.

**Tablo 4. Üç Aylık Getirilere Göre Tek Faktör Modeli Regresyon Sonuçları**

|                | <b>SXISBR</b> | <b>SXCHR</b> |
|----------------|---------------|--------------|
| Sabit          | 0,0116        | -0,0001      |
| t-İstatistiği  | 2,3350**      | -0,9133      |
| Beta Katsayısı | 0,8506        | 1,0235       |
| t-İstatistiği  | 17,4075*      | 71,6635*     |
| Düzeltilmiş R  | 0,9127        | 0,9971       |
| F- testi       | 293,78*       | 9743,62*     |

\* %1 düzeyinde anlamlı, \*\*%5 düzeyinde anlamlı

Tablo 4 regresyon sonuçlarına göre, SXISBR ile temsil edilen ve İslami değerlere göre oluşturulan portföye özgü getirinin 0,0116 düzeyinde ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı olduğu, portföyün sistematik riskinin ise 0,85 ile genel piyasa portföyünün sistematik riski olan 1'den düşük olduğu anlaşılmaktadır. SXCHR endeksi ile temsil edilen Hıristiyanlık değerlerine göre oluşturulan portföye özgü getiri negatif olmakla birlikte, istatistiksel olarak anlamlı değil iken, bu portföyün sistematik risk ölçüsünün 1'den büyük olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar SXCHR endeksinin genel piyasa portföyündeki değişimlerden daha fazla etkilendiğini göstermektedir.

Tablo 4'te sunulan *Tek Faktör Modeli* regresyon sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, SXISBR endeksi ile temsil edilen portföyün, SXCHR ile temsil edilen portföye göre sistematik riskinin düşük olduğu ve kendine özgü, piyasa portföyünden bağımsız istatistiksel olarak anlamlı pozitif getiriye sahip olduğu söylenebilir.

Tablo 5'de ise değişim katsayısı ve değerlendirme oranı ölçütlerine göre SXISBR ve SXCHR endekslerinin, yatırımcılar açısından performansı raporlanmaktadır.

Tablo 5'deki sonuçlar aylık getiri aralığında incelendiğinde, SXISBR endeksi ile temsil edilen portföyün değişim katsayısı 7,75 iken, SXCHR endeksinin temsil eden portföyün değişim katsayısının 44,34 olduğu anlaşılmaktadır. Üç aylık getiri aralığında ise SXISBR endeksinin değişim katsayısı 4,65, SXCHR endeksinin ise 12,80 olarak gerçekleşmektedir. Buna göre, SXISBR endeksinde bir birim getiri için katlanılan risk SXCHR endeksinde göre daha düşüktür.



**Tablo 5. Ocak 2005-Mayıs 2012 Döneminde Değişim Katsayısı ve Değerleme Oranına Göre Endekslerin Performansı**

| İstatistikler | Değişim Katsayısı |       |       | Değerleme Oranı |       |
|---------------|-------------------|-------|-------|-----------------|-------|
|               | SXISBR            | SXCHR | SXXR  | SXISBR          | SXCHR |
| Aylık         | 7,75              | 44,34 | 23,95 | 21,24           | -1,62 |
| Üç Aylık      | 4,65              | 12,80 | 11,36 | 10,03           | -3,94 |

Tablo 5'deki sonuçlara göre aylık bazda SXISBR ve SXCHR endekslerinin değerlendirme oranları, sırasıyla 21,24 ve -1,62 olarak gerçekleşmektedir. Üç aylık değerlendirme oranı SXISBR endeksi için 10,03 iken SXCHR endeksinin -3,94 olduğu görülmektedir. Yatırım performansı açısından değerlendirme oranlarının yüksek olması arzu edilen bir durum olduğu için SXISBR endeksinin, SXCHR endeksine göre daha iyi performans gösterdiği anlaşılmaktadır.

Tablo 5'deki sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde her iki değerlendirme ölçütüne göre SXISBR endeksinin SXCHR endeksine göre daha iyi performans gösterdiği söylenebilir.

## VI. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada Ocak 2005-Mayıs 2012 tarihleri arasındaki dönemde STOXX Avrupa İslami Değerler Endeksi (SXISBR) ile STOXX Avrupa Hıristiyan Değerler Endeksi'nin (SXCHR) aylık ve üç aylık getirileri ve riski, STOXX Avrupa 600 Endeksi (SXXR) referans alınarak, karşılaştırmalı olarak hesaplanmış ve analiz edilmiştir. Dini doktrin ve değerlere göre oluşturulmuş özellikli portföyler olarak; SXISBR ve SXCHR endekslerinin sistematik riskleri ve portföye özgü getirileri, Tek Endekli Regresyon Modeli çözümlenmeleri ile elde edilmiştir. Tek Endekli Regresyon Modelinde Avrupa hisse senetleri piyasasının genelini temsil eden, STOXX Avrupa 600 Endeksi (SXXR) açıklayıcı değişken olarak kullanılmıştır.

Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde SXISBR endeksinin, SXCHR ve SXXR endekslerine göre getiri ortalamasının yüksek, standart sapmasının ise düşük olduğu, SXCHR endeksinin ise referans endeks SXXR'ye göre ortalama getirisinin düşük ve standart sapmasının yüksek olduğu görülmüştür.

Regresyon sonuçlarına göre, SXISBR ile temsil edilen İslami değerlere göre oluşturulan portföye özgü getiri 0,0116 olup istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bulgular olduğu, portföyün sistematik riskinin ise 0,85 olduğu ve bundan dolayı portföydeki değişimlerin genel piyasa portföyündeki değişimlerden daha az olduğu anlaşılmaktadır. SXCHR endeksi ile temsil edilen Hıristiyan değerlere göre oluşturulan portföye özgü getiri negatif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı değil iken, bu portföyün sistematik risk ölçüsünün 1'den büyük olduğu görülmektedir.

Değişim katsayısı ve değerlendirme oranı kriterlerine göre SXISBR endeksinin SXCHR endeksinde göre daha iyi performans gösterdiği söylenebilir.

Finans dünyasında, inanç temelli yatırımcıların ilgisini çekmek ve taleplerini karşılamak amacıyla, İslami değerler ve Hıristiyanlık değerlerini baz alan endekslerin önemi ve çeşitliliği artmaktadır. Bu endekslerin henüz geliştirilmediği sermaye piyasalarında bu endeksler bir fırsat olarak değerlendirilebilir. Zira, bu endekslerin getiri ve risk açısından geleneksel endekslere göre üstünlükleri görülebilmektedir. İslami değerlere göre oluşturulan endeksin de, bu çalışmanın sonuçlarında da görüldüğü gibi, risk ve getiri açısından avantajları bulunduğu, benzer endekslerin oluşturulması ve potansiyel yatırımcılara sunulmasının yararlı olacağı belirtilebilir.

### KAYNAKLAR

AHMEDA, P., NANDAB, N., SCHNUSEBERGA, O. (2010), “Can Firms Do Well While Doing Good?”, *Applied Financial Economics*, 20, 845-860.

BAUER, R., KOEDIJK, K., OTTEN, R. (2005), “International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”, *Journal of Banking & Finance*, 29, 1751-1767.

BAUER, R., OTTEN, R., RAD, A.T. (2006), “Ethical Investing in Australia: Is There a Financial Penalty?”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, 33- 48.

FORTE, G., MIGLIETTA, F. (2011), “A Comparison of Socially Responsible and Islamic Equity Investments”, *Journal of Money, Investment and Banking*, 21, 116-132.

GHOUL, W., KARAM, P. (2007), “MRI and SRI Mutual Funds: A Comparison of Christian, Islamic (Morally Responsible Investing), and Socially Responsible Investing (SRI) Mutual Funds”, *Journal of Investing*, 16 (2), Summer, 96-102.

GIRARD, E., HASSAN, M.K. (2008), “Is There a Cost to Faith-Based Investing: Evidence from FTSE Islamic Indices”, *The Journal of Investing*, Winter, 112-122, <http://www.ijournals.com/JOI/Default.asp>

HANIF, M., TARIQ, M., TAHIR, A., MOMENEEN, W. (2012), “Comparative Performance Study of Conventional and Islamic Banking in Pakistan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 83, 62-72, <http://www.internationalresearchjournaloffinanceandconomics.com>

HASSAN, M.K., GIRARD, E. (2011), “Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes”, *Networks Financial Institute, Indiana State Uni.*, 2011-WP-06, April, 1-41, <http://ssrn.com/abstract=1808853>

HAVEMANN, R., WEBSTER, P. (1999), “Does Ethical Investment Pay?”, *EIRIS Research and Other Studies of Ethical Investment and Financial Performance*, September, <http://www.eiris.org/files/research%20publications/doesethicalinvestmentpay99.pdf>

HUSSEIN, K.A. (2004), “Ethical Investment: Empirical Evidence From FTSE Islamic Index”, *Islamic Economic Studies*, 12 (1), August, 21-40.

KURTZ, L., DIBARTOLOMEO, D. (2005), “The KLD Catholic Values 400 Index”, *The Journal of Investing*, Fall, 101-105.

USMANI, M.T. (2002), “An Introduction to Islamic Finance”, *The Netherlands: Kluwer Law International*: Hassan M.K., Girard E. (2011)’in içinde, “Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes”, Networks Financial Institute, Indiana State Uni., 2011-WP-06, April, 1-41, <http://ssrn.com/abstract=1808853>

<http://www.stoxx.com> (Erişim tarihi: 21 Haziran 2012).